

# 股权集中度、所有权性质与企业对外直接投资决策

衣长军

(华侨大学,福建 厦门 361021)

**摘要:**本研究从新兴经济体国家的公司治理对国际直接投资(OFDI)决策影响视角出发,选取2005—2016年新兴经济体中国进行OFDI的沪深上市公司面板数据,基于负二项回归模型考察股权集中度、所有权性质对企业OFDI决策的影响,进一步探讨企业国际化经验的调节效应。实证结果显示,股权集中度与企业OFDI决策之间存在倒“U”型关系;相较于非国有企业,国有企业更倾向于进行对外直接投资;企业国际化经验能够正向调节股权集中度与OFDI之间的倒“U”型关系,并正向调节国有企业与OFDI决策之间的关系。

**关键词:**OFDI;股权集中度;负二项回归

中图分类号:F271 文献标识码:A 文章编号:1009-5381(2019)06-0081-15

## 引言

自20世纪90年代以来,全球新兴经济体的跨国公司正在迅速崛起,对外直接投资(OFDI)作为新兴经济体跨国公司实现国际化扩张的重要手段,备受学界关注,尤其是对驱动企业OFDI决策机制的探究<sup>[1]</sup>。然而,现有文献多基于宏观层面进行研究,关注东道国的治理环境,例如东道国市场规模、政治风险、制度环境等。事实上,海外市场风云变幻,企业要想成功实现国际化,不仅要考虑东道国治理环境带来的机会与威胁,还应考虑母国环境下的企业微观治理结构。鉴于内部治理结构对企业战略以及对外直接投资的重要性,部分学者开始关注公司治理对企业国际化战略决策的影响,例如企业的出口倾向、国际化程度、海外市场进入模式、所有权战略等<sup>[2]</sup>。Strange提出对外直接投资面临着高风险和高不确定性,信息的不对称和经营环境差异会强化代理问题,而有效的公司治理机制可以降低代理成本和交易成本,使管理者和企业所有者利益趋同,有利于企业的国际经营战略<sup>[3]</sup>。此外,对于企业而言,不同的公司治理结构会导致决策者的风险偏好、监督能力、长期或短期导向的不同,影响企业的投资决策。那么,对于新兴经济体跨国企业而言,公司治理结构中的哪些因素会对企业对外直接投资决策产生决定性影响呢?

公司治理是指企业诸多权益方如股东、管理层、董事会等的契约安排,其实质是控制性股东与其他股权持有人之间的责任、权利制衡关系。根据已有公司治理的研究<sup>[4]</sup>,对企业对外直接投资产生重要影响的公司治理特征在于企业所有权,即公司治理结构中的所有权结构。Bhaumik等考察所有权结构对企业对外直接投资的影响,发现股权集中度越高企业越不倾向于对外直接投资,而具有外资持股的企业对外直接投资的倾向更强<sup>[5]</sup>。Hu和Cui基于公司治理视角对股权结构中控股股东和其他重要的非控股股东对企业海外投资决策的影响进行研究,发现国有控股企业负向影响

收稿日期:2019-09-30

基金项目:本文系国家自然科学基金重点项目“全球华侨华人网络对中国跨国企业子公司生存与国际竞争新优势影响研究”(项目批准号:18AGL004)阶段性研究成果。

作者简介:衣长军(1972-),男,华侨大学工商管理学院博士,教授,博士生导师,福建省高校人文社科基地侨乡区域经济发展研究中心研究员。研究方向:华侨华人与国际投融资管理。

企业对外直接投资,而机构投资者持股以及外资持股企业更倾向对外直接投资<sup>[6]</sup>。Majocchi 等以欧洲国家企业为研究对象,探究企业所有权与国际化间的关系,发现不同类型所有权对企业国际化战略决策产生不同影响<sup>[7]</sup>。已有研究表明,所有权结构对企业国际化战略决策发挥重要作用<sup>[8]</sup>。从委托代理理论可知,所有权结构中的企业股权集中度决定了股东对企业的控制程度,控制程度的大小影响股东对管理层的监督力度,以及大股东与小股东间的利益冲突,从而影响企业战略决策。从资源基础理论可以发现,不同类型所有者可以为企业带来不同的资源,资源的积累是企业实施对外直接投资决策的先决条件。此外不同类型股东对海外市场风险的认知存在差异,因而在进行海外投资时,可能表现出不同程度的风险规避<sup>[9]</sup>。那么,股权集中度、所有权性质是否会影响新兴经济体企业 OFDI 决策,对于推动新兴经济体企业进行 OFDI 又会发挥怎样的作用?

### 一、文献综述与研究假设

近年来,学界开始关注企业治理问题对 OFDI 战略决策的影响。作为公司治理根本因素之一,所有权结构占有重要地位。所有权结构通常是指企业股份的归属和各自所占的比例,决定了所有者与公司之间的利益分配和控制关系,以及公司与外部利益集团间的关系,一般包括股权集中度和所有权性质两个方面。

#### (一) 股权集中度与企业 OFDI 决策研究评述

股权集中度是指各类股东所持股份的比重,是股权结构“量”的体现,在公司治理研究中得到广泛关注。相关研究主要基于两个方面展开:一是股权集中度对企业绩效的影响;二是股权集中度对企业投资决策的影响。目前关于股权集中度对企业投资决策的研究日益丰富,但对于股权集中度与国际直接投资决策的研究相对匮乏。

早期文献基于委托代理理论分析发达国家股权集中度对企业投资行为的影响。部分研究认为股权集中度有助于企业对外扩张。Cornett 发现西方发达国家企业存在股权相对分散特征,企业中股东持股比例低,对管理层的监督收益不足以弥补监督成本,导致企业中普遍存在小股东“搭便车”行为,此时经理层在企业中占据控制权,容易出现自利行为,经理层由于受到财务控制和声誉受损风险等外在因素影响,企业管理层会规避具有高风险性的投资行为,抑制其对外投资的积极性<sup>[10]</sup>。Belloc 的研究表明,高股权集中度能够提供有效的监督机制,通过加大对管理层的监督力度,有利于企业解决股东与管理者间的代理冲突,提升企业对外投资的积极性<sup>[11]</sup>。然而也有学者提出股权集中度不利于企业对外投资。Singh 和 Davidson 发现,随着股权集中度的提升,股东与经理层间的代理问题转而成为大股东与小股东间的利益冲突<sup>[12]</sup>。股权高度集中,使大股东在企业中占据绝对控制权,企业在进行风险性项目投资时,大股东获得现金流收益的同时却要承担控制权风险和现金流权风险,为了规避这一风险,大股东会降低投资高风险项目<sup>[13]</sup>,例如海外投资项目。此外,也有学者提出,股权集中度并不影响企业对外直接投资决策,例如 Ilhan - Nas 等通过对土耳其 364 家上市公司对外直接投资的数据,从治理结构视角探讨企业 OFDI 的影响因素,发现股权集中度与 OFDI 之间并不存在显著相关性<sup>[14]</sup>。综上所述,股权集中度与跨国企业 OFDI 决策的内在机制,目前学界尚未达成一致意见,两者之间可能存在更为复杂的曲线关系。

本文认为,基于委托代理理论研究股权集中度对企业对外直接投资决策具有一定合理性。对于新兴经济体国家如中国企业而言,制度和法制环境较为薄弱,由此产生的“双代理问题”更为明显,即股权分散情况下,股东与管理层间的代理问题;股权集中情况下,大股东与小股东间的利益冲突。那么如何通过调整企业股权集中度降低代理成本为企业更好地进行国际化战略决策服务?对于股权分散企业而言,企业中的高管过多关注个人财富的增加、工作安全性以及职业声誉等,而海

外投资具有高风险性和投资回报长期性<sup>[15]</sup>,促使企业中的管理者难以获得或者较少获得投资活动所创造的剩余收益,却要承担投资失败对个人带来的职业风险,收益和风险的不对称降低企业经理层进行对外投资的积极性。对于股权高度集中的企业而言,企业的资源配置会倾向于控股股东。具有控制权的大股东由于投资集中且单一,投资风险不能有效分散。为了避免风险给自己带来的利益损失,控制性股东往往会对经理人决策过度干涉和控制,规避具有高风险、高不确定性的投资行为,使企业在进行投资决策时表现更为谨慎,不利于企业进行对外直接投资。而股权适度集中所形成的均衡股权结构,能够有效抑制股东与代理人的风险规避倾向。当企业股权相对适中时,存在相对较大的控股股东,同时存在其他与之形成制衡关系的较大股东,如机构投资者。多个大股东如机构投资者存在可以起到互相监督的作用,既能避免管理者的自利行为,也能规避控股股东对小股东的利益侵占,抑制企业对高风险项目的规避行为,使决策者更多关注企业整体相关者利益,促进企业实施具有长期回报的海外投资战略。

由此,本文提出如下假设:

H1:股权集中度与企业 OFDI 决策之间存在倒 U 型关系。随着股权集中度的提升,企业 OFDI 倾向增加,但当股权集中度达到一定值时,随着股权集中度的进一步提升,企业 OFDI 倾向可能会降低。

## (二)所有权性质与企业 OFDI 决策研究评述

所有权性质是指股权持有者的身份,是对股权结构“质”的体现。不同属性的股东对待海外直接投资决策的态度和能力是不同的。本文从控股股东视角将企业所有权性质区分为国有控股企业与非国有控股企业进行讨论<sup>[16]</sup>。

在新兴经济体中国,国有控股企业普遍存在。部分研究认为,国有企业特有的政府背景特征有助于企业更好地“走出去”。Duanmu 以 1999—2008 年中国 OFDI 企业为研究对象,发现相较于非国有控股企业,国有控股企业在进行对外直接投资时较少考虑海外环境中的政治风险,国有企业对待海外投资决策意愿更强,更有可能做出 OFDI 决策<sup>[17]</sup>。Wang 等也通过实证研究发现,政府的参与和新兴国家 OFDI 水平存在显著正相关性<sup>[18]</sup>。原因在于国有控股企业凭借政策优势,更有动机实施海外投资战略,并且也更有能力抵御国际市场不确定性因素带来的风险以及降低海外经营成本<sup>[19]</sup>。Liu 等通过对 16 家中国民营企业进行案例研究,结果表明中国的民营企业存在风险规避特征,更专注于中国国内市场发展机会<sup>[20]</sup>。但也有学者得出相反结论, Lu 等认为相较于国有控股企业,非国有控股企业进行对外直接投资以寻求战略资产和市场的动机更强<sup>[21]</sup>。Huang 等通过对 2007—2013 年中国 507 家国有制造企业的样本进行实证研究,发现国有股比例过高对企业对外直接投资决策产生负面影响<sup>[22]</sup>。Xia 等也发现国有股水平较高的中国企业由于政府的保护,成长速度慢,难以抵抗海外投资压力,导致失败率更高,因此对外直接投资的倾向更低<sup>[23]</sup>。

基于新兴经济体中国“走出去”战略和“一带一路”倡议,本文从资源基础视角分析控股股东所有权性质对企业对外直接投资决策的影响,认为国有控股企业更可能进行 OFDI 决策。一方面,国有企业的最终控制者是政府,其本身混合了政治、经济等多重因素,在进行对外投资决策时不仅仅考虑经济价值,更要考虑国家政治诉求,这也赋予国有企业不同于一般企业的投资动机,投资战略往往受到政府与国家战略导向的影响。而中国政府大力主张企业“走出去”,国有控股企业作为政府推动和实施“走出去”战略和“一带一路”倡议的主要载体,更有能力和义务进行国际化战略。另一方面,基于资源基础理论视角,具有稀缺性的异质性资本往往是企业获得持续竞争力的关键。例如,在可获得收益一定的情况下,企业若在母国可以获得其他企业无法具备的廉价资金优势,以较

低成本获得投资所需资金,那么企业对外直接投资水平会越高<sup>[24]</sup>。相较于民营企业,国有企业在政府背景的支撑下,可以获得应对海外直接投资风险的资源,例如税收优惠、政府补贴、较低的银行贷款利率等<sup>[25]</sup>。国有企业特殊的背景优势促使其较少考虑海外扩张风险,而是利用自身的所有制优势和国内外市场制度差异,进行“所有制套利”<sup>[26]</sup>。而民营企业由于缺乏相应的资源与能力,对于海外市场风险敏感性更高,对于进入海外市场等风险性较高的行为表现出更高的谨慎性。

因此,本文提出如下假设:

H2:相较于非国有控股企业,国有控股企业更可能做出对外直接投资决策。

### (三)所有权结构与企业 OFDI:国际化经验的调节效应

1977年,Johanson和Vahlne提出逐步化(incremental internationalization)理论,认为企业国际化是一个循序渐进的过程,需要经过先出口,然后成立销售子公司,最后建立生产子公司等,通过直接或间接地积累丰富国际化经验以应对海外市场中的风险与挑战,从而实现企业国际化<sup>[27]</sup>。由此,国际化经验逐渐成为影响跨国企业进入海外市场的重要因素<sup>[28]</sup>。Mathews认为新兴国家跨国企业进行对外直接投资的主要目的在于获取竞争优势,通过不断地学习和积累丰富的国际化经验,帮助企业快速提升国际竞争力<sup>[29]</sup>。Sapienza等指出,企业对于海外市场相关信息和知识的掌握能够提升企业成功进入海外市场的可能<sup>[30]</sup>。Gao和Pan基于1979—2002年美国对中国直接投资公司数据,结果表明累积的海外经验加快了公司在海外市场连续进入的速度,进而促进其OFDI<sup>[31]</sup>。通过文献回顾可以发现,学术界多关注国际化经验在对外直接投资中的直接作用,并且普遍认为国际化经验有助于企业进行OFDI。事实上,国际化经验不仅直接作用于企业国际化战略决策中,还会左右企业所有者对海外市场的风险感知从而影响企业的对外投资战略决策。本文认为,企业决策者是决定企业是否进行海外扩张的重要因素,但企业是否具备海外扩张的条件还依赖于企业自身的资源和能力。基于资源基础理论,企业过去的经验知识可以转化为具有特殊性的无形资源,资源的积累可以提升企业应对外部环境不确定性的能力,从而影响企业所有者对海外市场的投资决策。因此,国际化经验可能对企业所有权结构与对外直接投资之间的关系产生调节作用。

国际化经验是企业海外市场获取的隐性经验知识,具有难以言明与共享、难以复制与模仿、以及非规范化等特征。跨国企业海外的摸索与学习经历,使其在实践中积累了大量的经验知识,可以为企业提供有关市场、技术、文化等相关信息,降低企业进入东道国的陌生感,帮助企业快速吸收和适应新的经营环境。然而,丰富的国际化经验为企业带来多样化经验知识的同时也会带来经验冲突,即企业难以从多样化的经验知识中进行有效识别和利用,增加投资决策过程中的协调和融合成本,导致应对海外风险的能力降低<sup>[32]</sup>。尤其是发展中国家的跨国企业,由于国际化起步晚,尚未建立较强的经验运用能力<sup>[33]</sup>。因此国际化经验带来的利益与冲突共同影响企业对外直接投资决策。当企业处于股权过度分散或高度集中时,委托代理问题增加企业控制者的自利动机,企业治理结构存在缺陷,此时经验冲突带来的成本可能大于经验收益,增强企业控制者对海外风险的规避行为,导致企业进一步降低对外投资倾向。而随着股权集中度达到适度范围,股东间的制衡关系使企业保持良好的治理结构,使国际化经验的有利条件得到发挥,企业拥有更大的能力降低经营上的不确定性和财务风险,进一步增强企业所有者对外进行直接投资的信心与决心,促进企业海外直接投资决策。

由此,本文提出如下假设:

H3a:国际化经验正向调节股权集中度与企业OFDI的关系。

从组织学习视角来看,企业在海外市场中往往会产生“学习效应”,通过海外投资经历从中获

取投资经验,将经验转化为知识并再次利用于对外扩张中,不仅提升国际投资能力,还有助于应对海外市场风险<sup>[34]</sup>。国际化经验的积累可以弱化东道国与母国差异带来的不利影响<sup>[35]</sup>。但对于不同所有权性质的企业,这一促进作用可能存在差异。对于国有企业而言,由于具有在资金、政策方面受益于政府支持的先天优势,在丰富的海外经验下,企业可以更加全面的认识和把握海外市场的机会与威胁,使其不仅拥有走出去的资源能力还具备应对海外市场不确定性风险的经验知识,进一步促进企业进行对外直接投资。然而与国有企业不同的是,非国有企业缺乏资源和政策优惠,即使其自身国际化经验或者通过吸收企业国际化经验能够一定程度上降低海外扩张风险,但非国有企业也可能会因为资源匮乏等自身缺陷而无法实现海外扩张。

因此,本文提出如下假设:

H3b: 国际化经验正向调节国有企业和 OFDI 之间的关系。

综上所述,结合委托代理理论和资源基础观,从公司治理视角构造所有权结构影响新兴经济体跨国企业 OFDI 决策的理论模型,如图 1 所示。

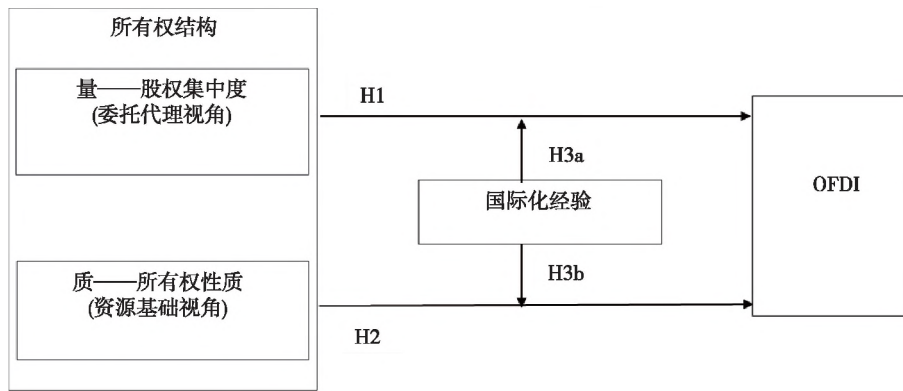


图 1 股权集中度、所有权性质与企业对外直接投资决策概念模型

## 二、计量模型与数据

### (一) 样本选取与数据来源

基于数据的可得性及客观性,本文以 2005—2016 年新兴经济体中国沪深上市公司为研究对象,通过手工收集得到中国企业 OFDI 面板数据。首先,依据商务部《境外投资企业(机构)名录》与国泰安《中国 A 股上市公司名单》匹配出 2005—2016 年中国 OFDI 母公司名单。然后通过巨潮资讯网下载各公司年度报告查找子公司信息,手动收集纳入合并报表的子公司;利用国泰安 CSMAR 数据库和锐思数据库,收集所有沪深 A 股上市公司微观企业层面统计资料。最后,将中国与各东道国间每年国家层面数据相匹配,最终得到 2005—2016 年 OFDI 的沪深 A 股上市公司非平衡面板数据,样本量为 6455 个。

### (二) 变量说明

#### 1. 因变量

对外直接投资(OFDI)。为克服个别 OFDI 巨额投资对实证分析的影响,本文选用跨国公司境外投资子公司项目数代表公司 OFDI 数量。

#### 2. 自变量

(1) 股权集中度(concent)。采用前五大股东的赫芬达尔指数  $\sum S_i^2$ , 其中  $S_i$  表示第  $i$  大股东持股比例,  $i=1,2,3,4,5$ 。该指数越大,则表示企业股东权力集中程度越高。

(2) 所有权性质(state)。本文采用 0-1 变量来表示企业的所有权性质,企业若为国有控股企

业,则取值为1,否则为0。

### 3. 调节变量

国际化经验(experience)。本文手动收集同一跨国公司不同年份海外子公司总数,然后将所有跨国公司的子公司数排序,以中位数为标准,若该跨国公司的子公司数大于或等于中位数,则将国际化经验丰富赋值为1,否则为0。

### 4. 控制变量

(1) 沉淀性冗余资源(absor)。本文采用管理费用占销售收入的比重来衡量沉淀性冗余资源。企业沉淀性冗余资源越多,可能越利于企业做出对外直接投资决策。

(2) 非沉淀性冗余资源(unabsor)。本文采用反映企业立即可用资源数量的速动比率,即(流动资产-存货)/流动负债来衡量非沉淀性冗余资源。企业非沉淀性冗余资源越多,可能越利于企业做出对外直接投资决策。

(3) 营业净利率(noperaprofit)。本文用营业净利率=净利润/营业收入表示。企业营业利润率越高,可能越利于企业做出对外直接投资决策。

(4) 地理距离(lndistance)。本文用北京到东道国首都的距离表示,并取对数消除异方差的影响。地理距离越大,可能越不利于企业做出 OFDI 决策。

(5) 劳动生产率(lntfp)。本文采用公司每年销售额与公司总的职工数比值表示公司的生产率。企业劳动生产率越高,可能越利于企业做出对外直接投资决策。

(6) 研发强度(research)。本文采用无形资产与总资产比值。企业研发能力越强,进行海外直接投资的动机更明显。企业研发能力越强,进行海外直接投资的动机可能更明显。

(7) 行业类别(hy)。本文先根据中国证券监督管理委员会 2012 年发布的《上市公司行业分类指引》进行分类,共涉及 16 个行业。本文设置虚拟变量,制造业为 1;信息传输、软件和信息技术服务业为 2;批发和零售业为 3;房地产业为 4;采矿业为 5;建筑业为 7;交通运输、仓储和邮政业为 8;电力、热力、燃气及水的生产和供应业为 9;水利、环境和公共设施管理业为 10;出于数量上的考虑,将文化、体育和娱乐业租赁和商务服务业;农、林、牧、渔业;卫生和社会工作业;科学研究和技术服务业;综合这六个行业合并中一起,构造一个新的行业类别“其他”,定义为 6。

(8) 运营效率(operation)。本文利用总资产周转率来表示企业运营效率。运营效率越高,企业进行海外投资的可能性越高。

(9) 海外华人网络(chinese)。本文用各个国家华裔人口占该国人口的比例来代表东道国华人网络。海外华人网络有助于缓解中国企业在未开拓的外国市场中面临的经营复杂性,进而促进中国企业进行对外直接投资<sup>[36]</sup>。

### (三) 数据来源和描述性统计

表 1 是本文涉及的所有相关变量及数据来源。表 2 列出了所有变量的描述性统计。

表 1 相关变量及数据来源

变量类型	变量名称	变量符号	数据来源
因变量	对外直接投资	OFDI	上市公司年报数据整理所得
自变量	股权集中度	concent	锐思金融研究数据库
	企业所有制	State	国泰安数据库
调节变量	国际化经验	experience	上市公司年报数据整理所得

控制变量	沉淀性冗余资源	absor	国泰安数据库
	非沉淀性冗余资源	unabsor	
	营业净利率	noperaprofit	
	劳动生产率	lnthp	
	研发强度	research	
	运营效率	operation	
	行业类别	hy	中国证券监督管理委员会
	海外华人网络	chinese	美国 Ohio 大学图书馆专项数据库等
	地理距离	lndistance	<a href="https://www.timeanddate.com/">https://www.timeanddate.com/</a>

表 2 变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值
OFDI	2.318	2.641	1	14
concent	0.169	0.126	0.0113	0.555
state	0.553	0.497	0	1
experience	0.472	0.499	0	1
absor	0.088	0.073	0.003	0.473
unabsor	1.165	0.965	0.179	6.564
noperaprofit	0.045	0.174	-2.330	1.031
lndistance	8.803	0.590	6.862	9.868
lnthp	13.92	0.851	12.24	16.79
research	0.046	0.047	0	0.316
operation	0.835	0.511	0.123	2.693
chinese	0.078	0.193	0	0.674

### 三、实证分析

#### (一) 计量方法

由于文中的因变量是海外投资子公司项目数,存在“过度离散”问题,为了选择更合适的模型来拟合数据进行分析,本文采用赤池信息准则(AIC)和贝叶斯信息准则(BIC)对泊松分布回归(Poisson)、负二项回归(Negative Binomial Regression)和零膨胀负二项回归(Zero Inflated Negative Binomial)拟合结果进行判断,结果见表3。

表3结果显示,负二项回归模型的极大似然函数对数值、AIC及BIC值最小,分别为-12071.57、24203.14和24406.32,即NB模型对本文研究内容的拟合效果最优。基于此,本文利用负二项回归模型(NB),进行实证分析。

表 3 模型拟合结果

变量	泊松回归	负二项回归	零膨胀负二项回归
absor	-1.596*** (-2.59)	-0.684*** (-2.90)	-0.684*** (-2.90)
unabsor	-0.177*** (-4.53)	-0.099*** (-6.39)	-0.099*** (-6.39)
noperaprofit	0.007 (0.04)	0.001 (0.02)	0.001 (0.02)
lndistance	0.538*** (9.76)	0.274*** (12.88)	0.274*** (12.88)
lnthp	-0.121*** (-2.58)	-0.079*** (-4.55)	-0.079*** (-4.55)
research	6.288*** (8.28)	2.038*** (7.76)	2.038*** (7.76)

operation	-0.053 (-0.65)	0.012 (0.41)	0.012 (0.41)
chinese	0.482*** (2.77)	0.209*** (3.39)	0.209*** (3.39)
_cons	-1.169 (-1.40)	-0.731** (-2.33)	-0.731** (-2.33)
行业效应	是	是	是
年份效应	是	是	是
对数离散参数值		-1.179*** (-32.99)	-1.179*** (-32.99)
对数似然函数值	-15 052.35	-12 071.57	-12 071.57
AIC	30 162.69	24 203.14	24 207.14
BIC	30 359.10	24 406.32	24 423.86
观测值	6455	6455	6455

注：\*\*\*、\*\* 分别表示在 1%、5% 水平上显著,括号内为纠正异方差后的 t 统计量。

(二) 计量模型

首先,本文设定了仅包括控制量的基础模型 1:

$$OFDI_{ijt} = \alpha_0 + \beta_1 absor_{it} + \beta_2 unabsor_{it} + \beta_3 noperaprofit_{it} + \beta_4 lndistance_{it} + \beta_5 lntfp_{it} + \beta_6 research_{it} + \beta_7 operation_{jt} + \beta_8 chinese_{jt} + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

其次,为检验股权集中度、所有权性质对 OFDI 决策的影响及企业国际化经验的调节作用,本文设定如下四个模型。在如下模型 2~5 中,用  $\varphi(\xi)$  代表控制变量与因变量的函数对应关系。

$$OFDI_{ijt} = \alpha_0 + \beta_1 con\_con_{it} + \beta_2 concent_{it} + \beta_3 state_{it} + \varphi(\xi) + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

$$OFDI_{ijt} = \alpha_0 + \beta_1 con\_con_{it} + \beta_2 concent_{it} + \beta_3 state_{it} + \beta_4 experience_{it} + \beta_5 con\_con_{it} \times experience_{it} + \beta_6 concent_{it} \times experience_{it} + \varphi(\xi) + \varepsilon_{ijt} \quad (3)$$

$$OFDI_{ijt} = \alpha_0 + \beta_1 con\_con_{it} + \beta_2 concent_{it} + \beta_3 state_{it} + \beta_4 experience_{it} + \beta_5 state_{it} \times experience_{it} + \varphi(\xi) + \varepsilon_{ijt} \quad (4)$$

$$OFDI_{ijt} = \alpha_0 + \beta_1 con\_con_{it} + \beta_2 concent_{it} + \beta_3 state_{it} + \beta_4 experience_{it} + \beta_5 con\_con_{it} \times experience_{it} + \beta_6 concent_{it} \times experience_{it} + \beta_7 state_{it} \times experience_{it} + \varphi(\xi) + \varepsilon_{ijt} \quad (5)$$

上述函数式中, $i$  是指第  $i$  家跨国公司, $j$  是指第  $j$  个东道国, $t$  表示第  $t$  年, $\alpha_0$  为常数项, $\beta$  为解释变量的系数, $\varepsilon_{ijt}$  是随机扰动项。

(三) 实证结果分析

为保证实证结果的稳健性,本文对所有自变量的方差膨胀因子(Variance Inflation Factor,简称 VIF)进行了测算,VIF 的值越大,表示存在多重共线性问题的可能性越高。从表 4 的结果可以看到,最大的 VIF 值为 1.85,远远低于 5,这说明在模型研究中不存在多重共线性问题。

表 4 多重共线性检验表

变量名	concent	state	experience	absor	unabsor	noperaprofit
VIF 值	1.11	1.18	1.04	1.85	1.43	1.14
变量名	lndistance	lntfp	research	operation	chinese	
VIF 值	1.08	1.32	1.05	1.16	1.09	

本文基于负二项回归模型检验股权集中度、所有权性质对跨国企业 OFDI 决策的影响,以及企业国际化经验的调节作用。检验结果如表 5 所示。其中,模型 1 仅包括控制变量,模型 2 在模型 1 的基础上增加股权集中度、所有权性质自变量,模型 3 在模型 2 基础上加入调节变量及调节变量与



股权集中度的交互项,检验国际化经验对股权集中度的调节效应,模型4在模型2基础上纳入调节变量及调节变量与所有权性质的交互项,检验国际化经验对所有权性质的调节效应,最后在模型5中同时放入所有变量进行回归。

表5 负二项回归检验结果表

变量	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
absor	-0.684*** (-2.90)	-0.436* (-1.84)	-0.651*** (-2.84)	-0.537** (-2.36)	-0.555** (-2.44)
unabsor	-0.099*** (-6.39)	-0.099*** (-6.33)	-0.065*** (-4.27)	-0.074*** (-4.89)	-0.075*** (-4.94)
noperaprofit	0.001 (0.02)	0.040 (0.59)	0.044 (0.69)	0.045 (0.70)	0.044 (0.69)
lndistance	0.274*** (12.88)	0.268*** (12.58)	0.213*** (10.37)	0.215*** (10.45)	0.218*** (10.61)
lnlfp	-0.079*** (-4.55)	-0.109*** (-5.93)	-0.091*** (-5.17)	-0.093*** (-5.31)	-0.099*** (-5.60)
research	2.038*** (7.76)	2.018*** (7.74)	2.741*** (11.19)	2.702*** (11.09)	2.690*** (11.04)
operation	0.012 (0.41)	0.033 (1.10)	-0.077*** (-2.66)	-0.066** (-2.28)	-0.061** (-2.11)
chinese	0.209*** (3.39)	0.208*** (3.38)	0.267*** (4.56)	0.256*** (4.39)	0.270*** (4.63)
state		0.155*** (6.10)	0.082*** (3.33)	0.035 (1.41)	0.043* (1.74)
con_con		-2.062*** (-3.40)	-1.729*** (-2.86)	-2.509*** (-4.27)	-2.507*** (-4.08)
concent		0.790*** (6.68)	0.864*** (7.13)	1.127*** (9.95)	1.035*** (8.43)
experience			0.751*** (26.67)	0.718*** (32.60)	0.767*** (27.18)
con_con × experience			-2.229* (-1.85)		-3.410*** (-2.81)
concent × experience			0.714*** (3.01)		0.507** (2.13)
state × experience				0.352*** (7.90)	0.362*** (7.84)
_cons	-0.731** (-2.33)	-0.312 (-0.97)	-0.075 (-0.24)	-0.093 (-0.30)	-0.037 (-0.12)
行业效应	是	是	是	是	是
年份效应	是	是	是	是	是
对数离散参数值	-1.179*** (-32.99)	-1.201*** (-33.32)	-1.539*** (-35.71)	-1.555*** (-35.85)	-1.556*** (-35.87)
对数似然函数值	-12 071.57	-12 027.77	-11 508.07	-11 481.43	-11 477.35
LR $\chi^2$	1019.81***	1107.41***	2146.81***	2200.08***	2208.26***
N	6455	6455	6455	6455	6455

注:①\*\*\*、\*\*、\*分别代表在1%、5%、10%水平下显著,括号内为纠正异方差后的t统计量;②所有模型的对数离散参数(lnalpha)系数值非0,且均在1%水平下拒绝原假设;③所有模型的LR $\chi^2$ 检验结果均在1%水平下拒绝原假设,通过检验。

1. 对解释变量的检验

表5中模型2结果表明,股权集中度一次项系数及其二次项系数分别为0.790、-2.062,且均在1%水平下显著,即,去心后的股权聚集程度值区间为(-0.158,0.386),对称轴值0.192在该区

间内,表明股权集中程度与中国跨国企业 OFDI 之间有显著的倒“U”型关系,即是在一定范围内,股东权力集中程度越高,越有利于促使企业做出 OFDI 决策,而当股权集中程度超过一定范围时,股权集中度越高,越会抑制公司做出 OFDI 决策,假设 1 得到验证。另外,所有权性质的系数为 0.155 ( $p < 0.01$ ),表现出高显著性,说明相较于非国有控股企业,国有控股企业更倾向 OFDI 决策。一方面,国有控股企业受到中国政府“走出去”战略和“一带一路”倡议导向影响,另一方面在中国政府支持下能够获得更多资源以应对海外市场风险,OFDI 决策倾向更大,假设 2 得到验证。

## 2. 对调节变量的检验

表 5 中模型 3 结果显示,股权集中度平方项与国际化经验的交互项( $con\_con \times lntofdi$ )系数为 -2.229,且在 1% 水平下显著,说明股权集中度与企业 OFDI 之间的倒 U 型关系受到企业国际化经验的正向调节,即当股权聚集程度处于较小值范围时,企业国际化经验越丰富,随着股权集中程度的增加,企业 OFDI 的倾向增加;当股权聚集程度超过一定值时,随着股权集中程度进一步增加,国际化经验丰富程度越高,可以强化股权集中度与 OFDI 之间的负向关系。调节效应图如图 2 所示。根据图 2 中的两条回归线斜率关系可知,在企业国际化经验高的情况下,倒 U 型的斜率更大,此时股权集中度对企业对外直接投资决策的作用更强,假设 3a 得到验证。在模型 4 的结果展示中,国际化经验与企业所有制的交互项与 OFDI 之间存在显著相关关系,交互项( $state \times experience$ )系数 0.352,且在 1% 水平下显著,说明国际化经验正向调节国有企业与 OFDI 之间的关系。调节效应图如图 3 所示,根据两条回归直线斜率可知,国际化经验高的情况下,直线斜率更大,此时对国有控股企业 OFDI 决策影响更强,假设 3b 得到验证。

模型 5 中显示了纳入所有自变量、调节变量、控制变量后的结果,与前面四个模型检验结果基本保持一致,进一步说明本文结论的稳定性。

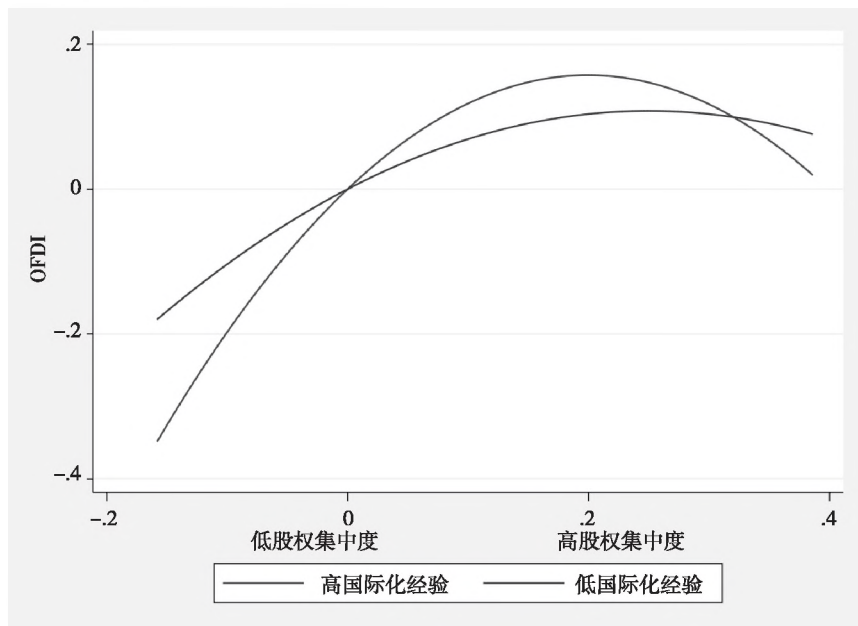


图 2 国际化经验对股权集中度与企业 OFDI 关系的调节效应

以 2005—2016 年的海外子公司数的中位数为界限对跨国公司的国际化经验进行分类,可能会出现中位数左右两侧数值相差不大,但却被分别划分为国际化经验欠缺企业和国际化经验丰富企业的现象。所以本文改变国际化经验的衡量方式,以 2005—2016 年的海外子公司数为标准,将海外子公司数最大的三分之一企业划分为国际化经验丰富的企业,赋值为 1;将海外子公司数最小的

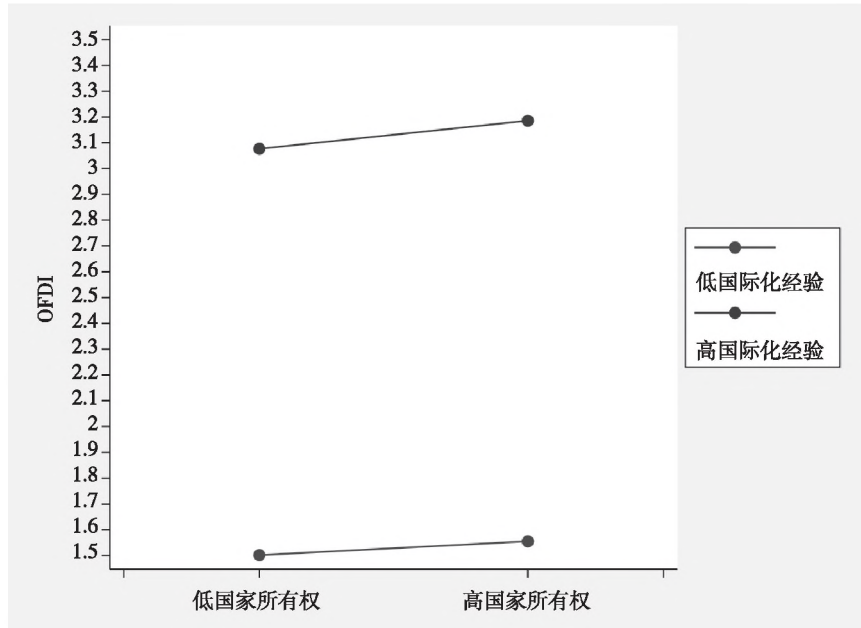


图3 国际化经验对国际所有权与企业 OFDI 关系的调节效应

三分之一企业划分为国际化经验欠缺的企业,赋值为0。以此检验国际化经验调节模型的稳健性。基于负二项回归模型重新检验国际化经验的调节作用。如表6所示。

表6 稳健性检验

变量	模型3	模型4	模型5
absor	-1.174*** (-3.46)	-0.989*** (-2.93)	-1.047*** (-3.11)
unabsor	-0.064*** (-3.16)	-0.077*** (-3.77)	-0.076*** (-3.71)
noperaprofit	0.137 (1.19)	0.141 (1.23)	0.138 (1.20)
lndistance	0.186*** (7.05)	0.183*** (6.95)	0.192*** (7.25)
lnfp	-0.180*** (-8.00)	-0.174*** (-7.83)	-0.184*** (-8.22)
research	2.417*** (7.62)	2.404*** (7.60)	2.336*** (7.38)
operation	-0.110*** (-3.10)	-0.108*** (-3.04)	-0.099*** (-2.79)
chinese	0.019 (0.25)	-0.004 (-0.05)	0.019 (0.24)
experience	1.092*** (29.61)	1.000*** (35.26)	1.095*** (29.76)
state	0.153*** (4.94)	0.095*** (3.07)	0.120*** (3.81)
con_con	-1.557* (-1.83)	-2.500*** (-3.08)	-2.579*** (-2.94)
concent	1.175*** (7.78)	1.538*** (11.16)	1.333*** (8.63)
con_con × experience	-5.801*** (-3.44)		-6.971*** (-4.09)

concent × experience	1.012*** (3.44)		0.886*** (3.00)
state × experience		0.256*** (4.44)	0.279*** (4.71)
cons	1.413*** (3.54)	1.364*** (3.43)	1.411*** (3.55)
行业效应	是	是	是
年份效应	是	是	是
对数离散参数值	-1.570*** (-29.51)	-1.574*** (-29.52)	-1.584*** (-29.53)
对数似然函数值	-7 634.369	-7 632.166	-7 623.309
LR $\chi^2$	1 999.93***	2 004.33***	2 022.05***
N	4320	4320	4320

如表6所示,模型3中股权集中度平方项与国际化经验的交互项(con<sub>con</sub> × experience)系数为-5.801,在1%水平下显著,模型4中国际化经验与企业所有制的交互项(state × experience)系数为0.256,在1%水平下显著,模型5中纳入所有自变量、调节变量、控制变量后的结果,分别于与模型3、模型4和模型5的结果无明显差异。在改变了国际化经验的衡量方法后,国际化经验对股权集中度和企业所有制的调节作用仍然显著且无明显变化,说明本文的研究结论是稳健的。

#### 四、结论及政策建议

研究结果显示,股权集中度、所有权性质显著影响我国企业的OFDI决策。股权集中度与企业OFDI决策之间并非简单的线性关系,而是呈现倒“U”型关系,即股权集中程度较小时,随着股权集中程度的增加,对外直接投资倾向增加。但股权集中度超过一定值之后,随着股权集中度的进一步增长,OFDI倾向有下降的趋势。相较非国有控股企业,国有控股企业更可能进行OFDI决策。同时,企业国际化经验对股权集中度与企业OFDI决策的倒“U”型关系起到正向调节作用,对国有企业和OFDI决策之间的关系也起到正向调节作用。

本文理论贡献体现在:第一,现有文献中,跨国企业国际化战略决策越来越受关注,现有研究较多关注公司治理与国际进入模式决策<sup>[37]</sup>或国际贸易行为的影响<sup>[38]</sup>,较少考虑新兴经济体国家公司治理机制与对外直接投资决策的关系。第二,以往关于所有权结构中股权集中度、企业所有权性质的文献,往往直接考虑其对企业经营绩效等的影响,忽略了这些因素在对外直接投资决策中发挥的作用。第三,本文不仅基于委托代理视角研究所有权结构对国际化战略决策的作用,还从资源基础理论出发,研究企业国际化经验对所有权结构与对外直接投资决策关系的交互作用,丰富了国际商务领域的研究边界。

实证研究结果支持了股权集中度对企业OFDI决策倒“U”关系的假设,对于进行跨国投资的企业而言,不仅要考虑海外环境为企业对外直接投资提供的机会,还要考虑企业自身的治理机制对进入国际化市场发挥的作用。尤其是企业股东权力集中程度以及所有权性质。一方面,过度分散的股权结构虽然可以避免大股东转移或剥夺企业资源,但却无法抑制管理层的机会主义行为,而过度集中的股东权力可以更有效地监督管理者自利行为,但却容易引发大股东与小股东的利益冲突,增加代理成本。适度的股权结构有助于解决由于支配权力的差异导致大股东与小股东之间的利益矛盾,以及股东与管理者信息不对称导致的代理成本,有助于新兴经济体跨国公司实施国际化战略。实证研究表明,新兴经济体中国企业在不同性质控股权下,对外直接投资决策存在差异。中国跨国公司主力军仍然以国有控股企业为主,就其原因主要是国有企业拥有不同于民营企业的特殊背景,可以获得更多稀缺资源抵御海外市场风险。然而,国有控股企业由于所有者缺位以及灵活性较差

的原因,对外直接投资效果并不是很好。非国有控股企业灵活性更高,勇于冒险和创新,生存力更强。因此,新兴经济体国家应该大力扶持民营企业,创建公平的营商环境,鼓励和帮助更多民营企业走出去。

本文研究发现,国际化经验在股权集中度、所有权性质对对外直接投资决策时产生调节效应。这一研究结论表明,企业可以通过良好的海外经验学习来促进所有权结构对企业对外直接投资决策的作用。基于此,我们建议,一方面,企业可以通过利用以往对外投资经历或者适当借鉴其他企业经验来丰富对国外市场环境的把控;另一方面也可以通过引进更多具有海外工作或学习经历的高级管理者,为企业国际化战略投资出谋划策。东道国的环境优势对于企业对外直接投资决策起到一定积极作用,跨国企业 OFDI 决策时,既要考虑自身的资源和能力,充分利用自身的国际投资经验,也要重视东道国的环境优势,例如海外华人网络。海外华侨华人熟悉东道国民俗文化、精通当地语言,具有汇通中外的优势。可以帮助走出去企业快速适应东道国的社会环境及商业运作。企业在投资时选择海外华侨华人汇集的国家,有助于避免外来者劣势带来的不利影响,从而提升本国企业在全球的战略布局。

#### 参考文献:

- [1] Buckley P J, Clegg L J, Cross A R, et al. The determinants of Chinese outward foreign direct investment[J]. *Journal of International Business Studies*, 2007, 38(4):499-518.
- [2] Gao G Y, Murray J Y, Kotabe M, et al. Erratum: A “strategy tripod” perspective on export behaviors: Evidence from domestic and foreign firms based in an emerging economy[J]. *Journal of International Business Studies*, 2010, 41(3):377-396.
- [3] Strange, R. Corporate ownership and the theory of the multinational enterprise [J]. *International Business Review*, 2018(27):1229-1237.
- [4] Lien Y C, Piesse J, Strange R, et al. The role of corporate governance in FDI decisions: Evidence from Taiwan[J]. *International Business Review*, 2011, 14(6):739-763.
- [5] Bhaumik, S. K., Driffield, N., & Pal, S. Does ownership structure of emerging-market firms affect their outward FDI? The case of the Indian automotive and pharmaceutical sectors[J]. *Journal of International Business Studies*, 2010, 41(3):437-450.
- [6] Hu H W, Cui L. Outward foreign direct investment of publicly listed firms from China: A corporate governance perspective[J]. *International Business Review*, 2014, 23(4):750-760.
- [7] Majocchi, A., Odorici, V., & Presutti, M. Firm ownership and internationalisation: is it context that really matters? [J] *European Journal of International Management*, 2016, 10(2):202-217.
- [8] Baysinger B D, Kosnik R D, Turk T A. Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy[J]. *Academy of Management Journal*, 1991, 34(1):205-214.
- [9] Musteen M, Datta D K, Herrmann P. Ownership structure and CEO compensation: Implications for the choice of foreign market entry modes[J]. *Journal of International Business Studies*, 2009, 40(2):321-338.
- [10] Cornett M M, Mcnutt J J, Tehranian H. Corporate governance and earnings management at large U. S. bank holding companies [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2009, 15(4):412-430.
- [11] Belloc F. CORPORATE GOVERNANCE AND INNOVATION: A SURVEY[J]. *Journal of Economic Surveys*, 2012, 26(5):835-864.
- [12] Singh M, Davidson Iii, W. N. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2003, 27(5):793-816.

- [13] Claessens S, Djankov S, Lang L H P. The separation of ownership and control in East Asian Corporations [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2000, 58(1-2):81-112.
- [14] Ilhan -Nas, T., Okan, T., Tatoglu, E., Demirbag, M. & Glaister, K. W. The effects of ownership concentration and institutional distance on the foreign entry ownership strategy of Turkish MNEs [J]. *Journal of Business Research*, 2018(93): 173-183.
- [15] Baysinger B D, Kosnik R D, Turk T A. Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy [J]. *Academy of Management Journal*, 1991, 34(1):205-214.
- [16] Ramasamy B, Yeung M, Laforet S. China's outward foreign direct investment: Location choice and firm ownership [J]. *Journal of World Business*, 2012, 47(1):17-25.
- [17] Duanmu, J. -L. Firm heterogeneity and location choice of Chinese Multinational Enterprises (MNEs) [J]. *Journal of World Business*, 2012, 47: 64-72.
- [18] Wang, C., Hong, J., Kafouros, M. & Wright, M. Exploring the role of government involvement in outward FDI from emerging economies. [J]. *Journal of International Business Studies*, 2012, 43: 655-676.
- [19] 阎大颖, 洪俊杰, 任兵. 中国企业对外直接投资的决定因素: 基于制度视角的经验分析 [J]. *南开管理评论*, 2009(6):135-142.
- [20] Liu X, Lu J, Chizema A. Top executive compensation, regional institutions and Chinese OFDI [J]. *Journal of World Business*, 2014, 49(1):143-155.
- [21] Lu, J., Liu, X. & Wang, H. Motives for Outward FDI of Chinese Private Firms Firm Resources, Industry Dynamics, and Government Policies [J]. *Management and Organization Review*, 2010(7):223-248.
- [22] Huang, Y., Xie, E., Li, Y. & Reddy, K. S. Does state ownership facilitate outward FDI of Chinese SOEs? Institutional development, market competition, and the logic of interdependence between governments and SOEs [J]. *International Business Review*, 2017, 26:176-188.
- [23] Xia, J., Ma, X., Lu, J. W. & Yiu, D. W. Outward foreign direct investment by emerging market firms: A resource dependence logic. [J]. *Strategic Management Journal*, 2012(35):1343-1363.
- [24] Baker M, Foley C F, Wurgler J. Multinationals as Arbitrageurs: The Effect of Stock Market Valuations on Foreign Direct Investment [J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(1):337-369.
- [25] Lin C H, Yang H L, Liou D Y. The impact of corporate social responsibility on financial performance: Evidence from business in Taiwan [J]. *Technology in Society*, 2009, 31(1):56-63.
- [26] 薛琰如, 张海亮, 邹平. 所有制差异、套利动机与对外直接投资区位决策——基于矿产资源型国有企业的分析 [J]. *经济评论*, 2016(2):137-150.
- [27] Johanson, J. & Vahlne, J. -E. The Internationalization Process of the Firm—A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments [J]. *Journal of International Business Studies*, 1977, 8(1):23-32.
- [28] Stewart R. Miller, Lorraine Eden. Local Density and Foreign Subsidiary Performance [J]. *The Academy of Management Journal*, 2006, 49(2):341-355.
- [29] John A. Mathews. Dragon multinationals: New players in 21 century globalization [J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2006, 23(1):5-27.
- [30] Sapienza H J, Autio E, George G, et al. A Capabilities Perspective on the Effects of Early Internationalization on Firm Survival and Growth [J]. *Academy of Management Review*, 2006, 31(4):914-933.
- [31] Gao G Y, Murray J Y, Kotabe M, et al. Erratum: A “strategy tripod” perspective on export behaviors: Evidence from domestic and foreign firms based in an emerging economy [J]. *Journal of International Business Studies*, 2010, 41(3):377-396.
- [32] 林润辉, 李康宏, 周常宝. 企业国际化多样性、国际化经验与快速创新——来自中国企业的证据 [J]. *研究与发展管理*, 2015(5):110-121.
- [33] Cui, L, Jiang F. Ownership decisions in Chinese outward FDI: An integrated conceptual framework and research agen-

da[J]. *Asian Business & Management*, 2009(8):301 – 324.

[34] Elango B, Pattnaik C. Building capabilities for international operations through networks: a study of Indian firms[J]. *Journal of International Business Studies*, 2007, 38(4):541 – 555.

[35] Shenkar O. Cultural distance revisited: Towards a more rigorous conceptualization and measurement of cultural differences[J]. *Journal of International Business Studies*, 2001, 32(3):519 – 535.

[36] Karreman, B., Burger, M. J. & van Oort, F. G. Location Choices of Chinese Multinationals in Europe: The Role of Overseas Communities. [J]. *Economic Geography*, 2016(93):131 – 161.

[37] Meyer K E, Ding Y, Li J, et al. Overcoming distrust: How state – owned enterprises adapt their foreign entries to institutional pressures abroad[J]. *Journal of International Business Studies*, 2014, 45(8):1005 – 1028.

[38] Hobdari B, Gregoric A, Sinani E. The role of firm ownership on internationalization: evidence from two transition economies[J]. *Journal of Management & Governance*, 2011, 15(3):393 – 413.

## Ownership Concentration, Ownership Nature and OFDI Decision Making

Yi Changjun

**Abstract:** From the perspective of the impact of corporate governance in emerging economies on the decision – making of international direct investment (OFDI), this paper selects the panel data of Shanghai and Shenzhen listed companies in emerging economies in China from 2005 to 2016, based on the negative binomial regression model, to investigate the impact of equity concentration and ownership nature on the decision – making of OFDI, and further explore the regulatory effect of corporate internationalization experience. The empirical results show that there is a significant inverted U – shape relationship between ownership concentration and enterprises' OFDI. compared with non – state – owned enterprises (NSOEs), state – owned enterprises (SOEs) are more likely to make OFDI decisions. Besides, enterprises' international experience can positively adjust the inverted U – shaped relationship between ownership concentration and OFDI, and the relationship between state – owned enterprises and OFDI decision – making can be positively adjusted also.

**Key words:** OFDI; ownership concentration; negative binomial regression

责任编辑:李祖杰